

мах, яка дозволяє виявити ключові фактори, зміна яких дозволяє запобігти або зм'якшити кризові прояви. Узагальнено управлінські інструменти, які можна застосовувати при формуванні механізму превентивного антикризового управління та його реалізації.

Подальші дослідження в даному напрямку пов'язані з розробкою механізмів трансформації соціально-економічних систем у цільовий рівноважний стан на нових якісних рівнях з урахуванням забезпечення їх стійкості та цілісності, заснованих на доданні корпораціям та їх окремим елементам (підсистемам) нових властивостей, якісних характеристик, що забезпечують їх поступовий розвиток.

1.Акимова Т.А. Теория организаций. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2003. – 367 с.

2.Грушенко В.И., Фомченкова Л.В. Кризисное состояние предприятия: поиск причин и способов его преодоления // Менеджмент в России и за рубежом. – 1998. – №1. – С.35-47.

3.Трененков Е.М., Дведенидова С.А. Диагностика в антикризисном управлении // Менеджмент в России и за рубежом. – 2002. – №1. – С.56-78.

4.Кизим Н.А., Благун И.С., Копчак Ю.С. Оценка и прогнозирование неплатежеспособности предприятий. – Харьков: Изд. дом «ИНЖЭК», 2004. – 144 с.

5.Кричевский М.Л. Интеллектуальные методы в менеджменте. – СПб.: Питер, 2005. – 304 с.

6.Крюков А.Ф., Егорычев И.Г. Анализ методик прогнозирования кризисной ситуации коммерческих организаций с использованием финансовых индикаторов // Менеджмент в России и за рубежом. – 2001. – №2. – С.76-85.

7.Лігоненко Л.О. Антикризове управління підприємством: теоретико-методологічні засади та практичний інструментарій. – К.: КНТЕУ, 2001. – 580 с.

8.Манойленко О.В., Знахур С.В. Особливості ранньої діагностики та оцінки ефективності управлінських впливів щодо попередження кризових явищ // Підприємництво, господарство і право. – 2007. – №3. – С.75-79.

9.Ситник Л.С. Організаційно-економічний механізм антикризового управління підприємством. – Донецьк: ІЕП НАН України, 2000. – 504 с.

10.Терещенко О.О. Антикризове фінансове управління на підприємстві. – К.: КНЕУ, 2004. – 268 с.

*Отримано 25.01.2008*

УДК 658.155.2

**К.О.ФЕДОТОВА**

*Харківський національний автомобільно-дорожній університет*

## **ТЕОРЕТИЧНІ АСПЕКТИ ФОРМУВАННЯ ДИВІДЕНДНОЇ ПОЛІТИКИ АКЦІОНЕРНОГО ТОВАРИСТВА**

Узагальнюються теоретичні підходи щодо формування дивідендної політики світових та вітчизняних вчених, що дозволило комплексно розглядати проблему дивідендних виплат в Україні. Розроблено основні теоретичні положення формування дивідендної політики акціонерних товариств України.

Розвиток акціонерної форми власності та фондового ринку в Україні в умовах світових інтеграційних процесів потребує вдоскона-

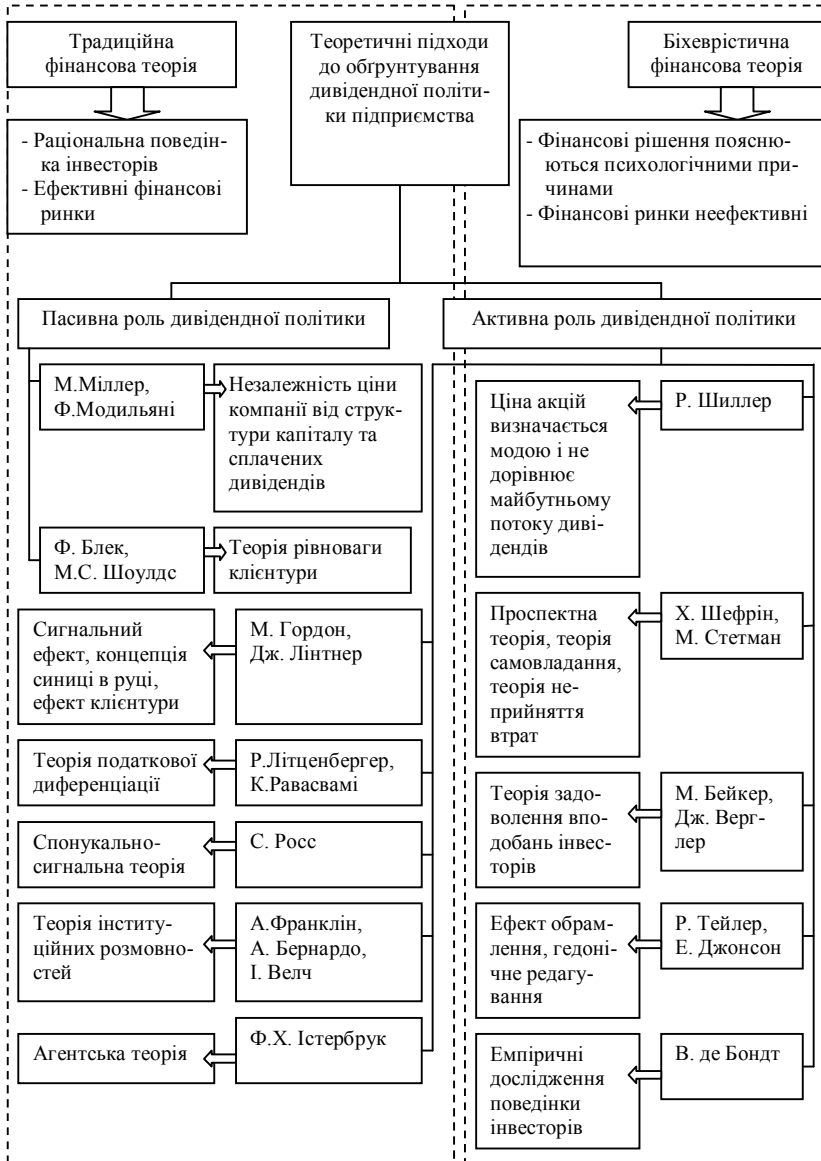
лення теоретичної бази регулювання та оптимізації корпоративних відносин. Важливим індикатором прозорості та ефективності функціонування акціонерних товариств (АТ) виступає їх дивідендна політика, що характеризує розподіл прибутку АТ. Постає питання доцільності розподілу прибутку на користь споживання у вигляді дивідендів при дефіциті інвестиційних ресурсів.

Проблеми формування дивідендної політики було широко розглянуто закордонними вченими, серед яких М.Міллер, Ф.Модильяні, М.Гордон, Дж.Лінтнер, С.Росс, Р.Літценбергер, К.Равасвами, Ф.Блек, М.С.Шоулдс, А.Франклін, А.Бернардо, І.Велч, Ф.Х.Істербрук, Р.Шиллер, Х.Шефрін, М.Стетман, В. де Бондт, Р.Тейлер, Е.Джонсон, М.Бейкер, Дж.Верглер [1-13]. Виконані ними теоретичні та емпіричні дослідження спрямовані насамперед на оцінку впливу виплати дивідендів на ціну акцій корпорації та можливість залучення додаткових емісійних ресурсів за допомогою ефективної дивідендної політики. Дослідженням дивідендної політики українських АТ займалися такі вчені-економісти, як С.В.Богачов, Л.О.Лігоненко, Л.В.Клоченок, Н.В.Юрчук, С.В.Нестерова, Л.П.Довгань, З.Б.Дрогомирецька, І.М.Волик, О.Б.Денис, Е.Р.Камілова, О.Ф.Вожжова, Л.С.Селіверстова, Н.Саперов, С.І.Головко [14-25].

Різноманітність напрямів дослідження та теоретичного обґрунтування проблеми формування оптимальної дивідендної політики АТ України та недостатнє адаптування світового досвіду до вітчизняних умов господарювання вимагають для здійснення подальших досліджень систематизації та узагальнення існуючих наукових підходів до цієї проблеми.

Метою статті є узагальнення світового та вітчизняного наукового досвіду формування ефективної дивідендної політики АТ і розробка основних положень дивідендної політики в умовах вітчизняної економіки.

Спроби теоретичного розв'язання проблеми оптимального розподілу прибутку між реінвестуванням та дивідендними виплатами закордонними вченими обумовили виникнення двох концептуальних напрямів теорії дивідендної політики: теорій пасивної та активної ролі дивідендної політики (рисунк). Згідно з концепцією Міллера-Модильяні [1], вартість корпорації визначається виключно рентабельністю її активів або її інвестиційною політикою, а спосіб розподілу доходу між дивідендами і рефінансованим прибутком не впливає на дану оцінку. Фишер Блек, Майрон С.Шоулдс [6] підкреслюють незалежність вартості акцій від дивідендної політики фірми, навіть якщо деякі інвестори раціонально надають перевагу дивідендним виплатам.



Узагальнення теоретичних підходів до обґрунтування дивідендної політики закордонних вчених

Якщо корпорація підвищить ціни на свої акції шляхом підвищення дивідендного виходу, багато інших корпорацій вчинить таким же чином. У результаті попит на акції, за якими виплачуються вищі (нижчі) дивіденди, насититься, і ринок знов прийде до стану рівноваги, в якому маргінальні зміни дивідендної політики корпорацій не впливатимуть на ціни емітованих ними акцій.

М.Гордон і Дж.Лінтнер [2, 3] спростовують це твердження і виділяють наступні причини надання інвесторами переваги дивідендам та впливу дивідендних виплат на вартість фірми: концепція «синиці в руці», інформаційний сигнал та ефект клієнтури. Крім того, попит на акції залежно від виплати за ними дивідендів визначають інституціональні обмеження та розбіжності, а саме: трансакційні витрати, обмеження напрямків інвестування, можливості розпорядження готівковими доходами, досліджені в працях А.Франкліна, А.Бернардо, І.Велча [7], а також податкова політика держави, що розглянута Р.Літценбергером, К.Равасвами [5]. Досліджуючи дивідендну політику підприємств, слід також враховувати конфлікти інтересів різних груп учасників корпоративних відносин, а саме власників корпорацій – акціонерів, найманих менеджерів – правління, а також зацікавлених сторін в особі держави, конкурентів та кредиторів. Відношення власників та найманих управлінців – взаємовідносини «принципал - агент» – висвітлено в працях Ф.Х.Істербрука [8].

Перелічені вище теорії засновані на єдиному загальному припущенні – ефективності фінансових ринків та раціональності їх учасників. Ефективні фінансові ринки – це ринки, на яких ціна акцій повністю відображає всю наявну інформацію про фірму. Це означає, що всі учасники ринку володіють повною інформацією, теоретичними знаннями і практичним досвідом та приймають нормативно вірні рішення. В той же час практика доводить, що такий стан речей неможливий. Біхевіристична фінансова теорія виникла як альтернативний підхід до фінансових ринків. Згідно неї немає ніяких причин очікувати ефективність фінансових ринків. Напроти, слід очікувати виникнення і протяжне існування передбачуваних і систематичних відхилень від ефективності. Р.Шиллер [9] на емпіричному матеріалі спростував традиційне твердження, що ціна акцій дорівнює приведеній вартості очікуваного майбутнього потоку дивідендів, поклавши початок дослідження впливу дивідендних виплат на ціну акцій з точки зору біхевіристичної теорії. Х.Шефрін, М.Стетман [10] застосовували для вивчення попиту на акції, за якими сплачуються дивіденди, проспектну теорію, теорію неприйняття втрат та теорію самовладання, довели, що для інвестора має значення, за рахунок яких джерел – дивідендних виплат або курсової

різниці ціни акцій – він отримає дохід. М.Бейкер, Дж.Верглер [13] запропонували теорію задоволення вподобань інвесторів і вважають, що компанії формують дивідендну політику відповідно до попиту на дивіденди з боку інвесторів. При цьому існують періоди, коли серед інвесторів підвищується попит на акції, за якими сплачуються дивіденди, і вони готові переплачувати за них. Виникає так звана дивідендна премія, тобто перевищення ринкової вартості акцій над фундаментальною вартістю підприємства.

Розглянуті підходи до обґрунтування дивідендної політики розроблені закордонними вченими та орієнтовані головним чином на реакцію акціонерів та потенційних інвесторів в умовах досконалого фондового ринку, але не враховують особливостей формування дивідендної політики в умовах нерозвинених корпоративних відносин та нестачі інвестиційних ресурсів, характерних для національної економіки. Тому дослідження вітчизняних вчених проводилися під іншим ракурсом. Особливості приватизації державних підприємств та утворення акціонерної власності в Україні призвели до того, що робітники підприємств набули статусу міноритарних акціонерів. Проблеми заохочення працівників у результатах праці через дивідендні виплати досліджені С.І.Головко [24], С.В.Нестеровою [16]. У той же час держава залишається акціонером багатьох АТ. Врахування інтересів держави при розподілі прибутку АТ досліджені С.І.Головко [24]. Сьогодні багато підприємств потребують інвестування коштів у технічне переозброєння, зважаючи на зношеність основних фондів. Вихід на світовий ринок у свою чергу змушує підприємства використовувати новітні технології виробництва та вдосконалювати продукцію. Такі інвестиції залежно від їх життєвого циклу потребують залучення насамперед власних ресурсів, що не може не позначитися на розподілі прибутку АТ. Врахування стадії життєвого циклу підприємства, використовуваної технології та продукції розглянуті С.В.Богаховим [14], Л.С.Селіверстовою [23], І.М.Волик [19]. Вплив дивідендів на вибір інвестиційних джерел досліджено З.Б.Дрогомирецькою [18]. Багато уваги приділяється й недостатності власних інвестиційних ресурсів і неможливості залучення позикових коштів через кризовий або нестійкий фінансовий стан багатьох АТ України. В цьому випадку доцільно було б накласти на розмір дивідендів жорсткі обмеження або взагалі відмовитися від їх виплати, на думку Л.О.Лігоненко [15], С.І.Головко [24], З.Б.Дрогомирецької [18], Е.Р.Камілової [21], Л.П.Довгань [17], О.Б.Денис [20]. Вплив дивідендних виплат на можливість залучення кредитних ресурсів досліджено С.В.Богаховим [14], Л.О.Лігоненко [15]. Проте вітчизняні вчені не спростовують твердження закордонних

колег щодо залежності ціни акції від очікуваних дивідендних виплат. Так, С.В.Богаčov [14], О.Ф.Вожжова [22] ринкову вартість акцій визначають, беручи за основу приведену вартість очікуваного майбутнього потоку виплати дивідендів. С.В.Богаčov [14], М.Саперов [25], О.Б.Денис [20] розглядають дивідендну політику як індикатор прозорості діяльності й легалізації доходів АТ та покращення його корпоративного іміджу. Дивідендні виплати вважаються важливим інструментом підвищення інвестиційної привабливості та довіри потенційних інвесторів до АТ. Ці твердження в деякій мірі збігаються з теорією біхевристичних фінансів, описуючи поведінку інвесторів на інформаційно закритому фондовому ринку України, наголошуючи на його неефективності. Аналіз вітчизняних досліджень дивідендної політики наведено в таблиці.

Узагальнення світового та вітчизняного наукового досвіду розробки ефективної дивідендної політики АТ дозволили сформулювати основні положення формування дивідендної політики в умовах вітчизняної економіки поєднавши твердження традиційної і біхевристичної фінансової теорії. Насамперед доцільно будувати дивідендну політику АТ, керуючись збереженням і зміцненням економічної безпеки підприємства та його фінансової стійкості, що сприятиме доступності власних та кредитних інвестиційних ресурсів. З іншого боку, стабільні дивідендні виплати мають підвищити інвестиційну привабливість акцій підприємства на фондовому ринку завдяки психологічному ефекту в умовах відсутності інформаційної прозорості. Тому дивідендна політика, що сприятиме розвитку та підвищенню інвестиційного потенціалу підприємства, має бути розроблена з урахуванням таких його характеристик:

1. Фінансова стійкість та платоспроможність підприємства. Надмірні дивідендні виплати на фоні незначних фінансових результатів діяльності та дефіциту грошових коштів можуть призвести до зниження платоспроможності та ліквідності підприємства, а на тривалому проміжку часу навіть до банкрутства.

2. Наявність інвестиційних ресурсів для розвитку та оновлення технологічної бази підприємства. З одного боку, після виплати дивідендів у розпорядженні підприємства мають залишатися власні інвестиційні ресурси, з іншого – дивідендні виплати розширюють можливості залучення зовнішніх джерел фінансування, оскільки стабільність та прозорість дивідендної політики свідчить не тільки про позитивні фінансові результати діяльності та перспективи розвитку АТ, а й про легалізацію його діяльності та дотримання норм корпоративної етики. Тому існує пряма залежність між розміром дивідендних виплат і мож-

ливістю залучення зовнішніх інвестиційних ресурсів як на фондовому ринку, так і в кредитних установах.

3. Корпоративний контроль. Задоволеність акціонерів дивідендною політикою і відсутність передумов до продажу акцій АТ знижують вірогідність ворожого поглинання. Розумна дивідендна політика перешкоджає скупці акцій рейдерами, оскільки в акціонерів просто не виникне бажання їх продавати.

Аналіз вітчизняних досліджень дивідендної політики АТ

Зміст, особливість дослідження	Автор									
	Вожжова О.Ф.	Головко С.І.	Нестерова С.В.	Саперов М.	Селівєрстова Л.С.	Волик І.М.	Дрогомирецька З.Б.	Камілова Е.Р.	Довгань Л.П.	Денис О.Б.
Дивіденди в якості заохочення власників-працівників		+	+							
Максимізація сукупного добробуту акціонерів					+					
Врахування стадії життєвого циклу підприємства					+	+				+
Узагальнення сукупності всіх факторів					+		+			
Вплив дивідендів на вибір інвестиційних джерел							+			
Залежність розміру дивідендів від прибутковості підприємства								+		
Жорсткі обмеження розміру дивідендів показниками фінансового стану підприємства		+					+	+	+	+
Дивіденди як показник інформаційної прозорості та корпоративного іміджу АТ при повторній емісії акцій				+						+
Залежність ціни акцій від дивідендів	+									+
Залежність залучення кредитних ресурсів від дивідендів										+
Урахування інтересів держави		+								

Розробка дивідендної політики має ґрунтуватися на індивідуальному підході до кожного АТ, спираючись на його фінансово-економічні показники, можливості й потреби залучення інвестиційних

ресурсів та загрози щодо втрати контролю над АТ. При цьому головною метою має стати сприяння економічній безпеці та підвищенню інвестиційної привабливості АТ у довгостроковому періоді.

1. Miller M.H., Modigliani F. Dividend Policy, Growth and the Valuation Shares // *Journal of Business*. – №34. – October 1961. – P.411-433.
2. Gordon M.J. Dividends, Earnings, and Stock Prices // *Review of Economics and Statistics*. – 1959. – №41. – P.99-105.
3. Lintner J. Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings and Taxes // *American Economic Review*. – 1956. – №56. – P.97-113.
4. Ross S.A. The Determination of Financial Structure: The Sncentive-Signaling Approach // *Bell Journ. Econ.* – 1977. Spring. – P.23-40.
5. Litzenger R.H., Ravaswamy K. The Effect of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices // *Journ. Financial Econ.* – 1979. June. – P.163-196.
6. Black Fisher, Myron S. Scholes. The affects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns // *Journal of Financial Economics*. 1974. – №1. – P.1-22.
7. Franklin Allen, Antonio E. Bernardo, Ivo Welch. A theory of dividends based on tax clienteles // *Journal of Finance*. – 2000. – №55. – P.2499-2536.
8. Easterbrook, F.H. Two Agency-Cost Explanations of Dividends // *American Economic Review*. – 1984. – №74. – P.650-659.
9. Shiller, Robert. Do Stock Prices Move Too Mush To Be Justified by Subsequent Changes in Dividends // *American Economic Review*. – 1981. – №71. – P.421-436.
10. Shefrin Hersh, Meir Statman. Explaining Investor Preference for Cash Dividends // *Journal of Financial Economics*. – 1984. – №2. – P.253-282.
11. De Bondt Werner, Richard Thaler. Does Stock Market Overreact? // *Journal of Finance*. – 1985. – №40. – P.793-805.
12. Thaler Richard, Eric Johnson. Gambling with the Hose Money and Trying to Break Even: The Effects of Prior Outcomes on Risky Choice. *Quasi-Rational Economics*, Ed. by Richard Thaler. – New York: Russell Sage Foundation, 1991. – P.48-73.
13. Baker Malcolm, Jeffrey Wurgler. A Catering Theory of Dividends // *Journal of Finance*. – 2004. – №59 (3). – P.1125-1165.
14. Богачев С.В. Капиталотворческая функция промышленных корпораций. – Донецк: Ин-т экономики промышленности НАН Украины, 2005. – 236 с.
15. Лігоненко Л.О., Ключенок Л.В., Юрчук Н.В. Дивідендна політика підприємства. – К.: Київ. держ. торг.-екон.ун-т, 2000. – 67 с.
16. Нестерова С.В. Управління прибутком і дивідендна політика на підприємствах колективної форми власності в умовах переходу до ринкової економіки: Автореф. дис. ... канд. екон. наук. – Хмельницький, 1998. – 18 с.
17. Довгань Л.П. Фінанси акціонерних товариств в умовах трансформаційної економіки: Автореф. дис. ... канд. екон. наук. – 2002. – 20 с. // [www.nbuiv.gov.ua](http://www.nbuiv.gov.ua).
18. Дрогомирецька З.Б. Математичне моделювання в управлінні капіталом підприємства: Автореф. дис. ... канд. екон. наук. – 2002. – 23 с. // [www.nbuiv.gov.ua](http://www.nbuiv.gov.ua).
19. Волик І.М. Фінансова мотивація акціонування підприємств регіону: Автореф. дис. ... канд. екон. наук. – 2002. – 24 с. // [www.nbuiv.gov.ua](http://www.nbuiv.gov.ua).
20. Денис О.Б. Соціально-економічні механізми управління акціонерним капіталом: Автореф. дис. ... канд. екон. наук. – 2004. – 22 с. // [www.nbuiv.gov.ua](http://www.nbuiv.gov.ua).
21. Камілова Е.Р. Управління акціонерними товариствами: Автореф. дис. ... канд. екон. наук. – 2004. – 19 с. // [www.nbuiv.gov.ua](http://www.nbuiv.gov.ua).
22. Вожжова О.Ф. Оптимізація фінансових ресурсів акціонерних товариств у торгівлі: Автореф. дис. ... канд. екон. наук. – 2004. – 22 с. // [www.nbuiv.gov.ua](http://www.nbuiv.gov.ua).



23.Селіверстова Л.С. Вдосконалення системи корпоративного управління: Автореф. дис. ... канд. екон. наук. – 2005. – 21 с. // [www.nbuv.gov.ua](http://www.nbuv.gov.ua).

24.Головко С.І. Фінансовий менеджмент в корпораціях: Автореф. дис. ... канд. екон. наук. – 2006. – 23 с. // [www.nbuv.gov.ua](http://www.nbuv.gov.ua).

25.Саперов Н. Дивидендная политика российских компаний // Рынок ценных бумаг. – 2006. – №16 (319). – С.14-16.

*Отримано 23.01.2008*

УДК 336.713

Д.В.ГУНЬКО

*Харківський державний технічний університет будівництва та архітектури*

## **ФОРМУВАННЯ ПРОЦЕНТНОЇ ПОЛІТИКИ КОМЕРЦІЙНОГО БАНКУ**

Аналізується можливість та доцільність оптимізації процентної політики комерційних банків України. Особлива увага приділяється підвищенню ефективності організації кредитного процесу, а також шляхи мінімізації процентного ризику. Розглядаються фактори, які впливають на рівень процентної ставки, з метою виявлення шляхів її мінімізації.

На сучасному етапі розвитку економіки України кредитні відносини між комерційними банками та суб'єктами господарювання відіграють дуже велике значення.

Одним з найважливіших принципів ефективної реалізації банками функцій фінансового посередника є дохідність кредитних операцій, які ним безпосередньо здійснюються. З цього можна зробити висновок, що сьогодні найбільш актуальною проблемою функціонування банківських установ є формування такої процентної політики, яка б в повній мірі забезпечувала банку отримання необхідного рівня прибутку, а також приваблювала достатню кількість клієнтів.

Ця проблема зумовлює необхідність поглибленого теоретичного обґрунтування низки заходів, які мають бути спрямовані на формування належної концепції процентної політики комерційних банків, а також визначення базових напрямків, які зумовлюють оптимізацію кредитних відносин банку з клієнтами шляхом мінімізації величини процентного ризику.

Багато публікацій і досліджень присвячені вирішенню цього питання. Серед авторів можна виділити праці таких вітчизняних та зарубіжних економістів, як А.С.Гальчинський, Ф.С.Мишкін, Р.Г.Габбард [1-3] та ін.

Незважаючи на достатню кількість наукових праць і публікацій, не вирішеною залишається низка питань. Зокрема можливість практичного застосування відповідної наукової бази у роботі комерційних